

DES TAUX D'INTÉRÊTS EXCEPTIONNELLEMENT BAS

L'un des outils majeurs mis en œuvre à partir de 2008 pour surmonter la crise financière et économique fut la baisse brutale des taux d'intérêt décidée par les banques centrales. À l'ouverture de la crise, les principaux taux directeurs de la Réserve fédérale américaine (FED) et de la BCE - alors supérieurs à 4% - furent abaissés brutalement : 0,25% pour la FED ; 1% pour la BCE, cette dernière poursuivant la baisse par paliers jusqu'à quasi zéro en 2015. Quant à la Banque du Japon, dont les taux étaient déjà quasi nuls à l'ouverture de la crise, elle fit descendre ces taux en dessous de zéro à partir de 2014-2015, à moins 0,10%.

À partir de 2015, les niveaux vont peu à peu diverger jusqu'à l'été 2019 : ceux de la Banque Centrale Européenne tombent à 0%, ceux du Japon demeurent un peu en dessous, tandis que la FED, prudemment, remonte peu à peu les taux jusqu'à 2,5% en 2018 malgré les imprécations de Donald Trump.

À la mi-2019, nouvelle inflexion : redoutant un ralentissement économique prochain, la FED inverse le mouvement des taux, les ramenant d'abord à 2,25% en juillet. Puis le 18 septembre la Réserve fédérale procède à une nouvelle baisse des taux directeurs d'un quart de point (dans une fourchette de 1,75 à 2%).

Il s'agit là d'une politique monétaire historiquement exceptionnelle, ultra expansionniste, dans les pays de l'OCDE depuis la crise de 2008-2009.

La liquidité offerte par les banques centrales a d'autant plus augmenté que la baisse des taux a été complétée par les politiques d'« *assouplissement quantitatif* » (« *quantitative easing* » aux États-Unis de 2008 à 2014, au Japon depuis 2013, dans la zone euro de 2015 à 2018) : les banques centrales rachètent en particulier des obligations émises par les États.

L'un des résultats de ces politiques est que le taux d'intérêt à 10 ans moyen sur l'ensemble des dettes publiques des pays de l'OCDE est passé de 3,9 % au second semestre 2008 à 0,8 % aujourd'hui (1,5 % aux États-Unis, - 0,2 % dans la zone euro, - 0,3 % au Japon).

On en arrive à des situations jamais vues : les banques qui doivent déposer auprès de la BCE les liquidités non prêtées à des clients se voient rétribuées « négativement » pour leurs dépôts, c'est-à-dire que la BCE taxe ces dépôts (à hauteur de 0,5%)

Critiques croissantes

La poursuite, ou la reprise, de ces politiques suscite des inquiétudes et des critiques croissantes, non seulement à cause des conséquences négatives qui en résultent mais parce que, pour nombre de financiers et d'économistes, la situation présente ne justifierait pas une telle médication. Pire : cette dernière serait inopérante lorsque la crise surgira de nouveau. Ainsi, le remède est devenu une drogue dont on ne peut plus sevrer l'économie capitaliste mais dont l'efficacité décroît.

Ainsi le 18 septembre, lorsque la Réserve fédérale décide d'une nouvelle baisse des taux directeurs d'un quart de point, 3 des 10 banquiers centraux manifestent leur désaccord, deux d'entre eux étant partisans de ne pas changer le taux, et le 3^e demandant... une hausse d'un demi point.

De fait, la décision paraît prise à contre temps : la FED prévoit en effet, pour 2019, une croissance de 2,2%, et de 2% pour 2020 avec un taux de chômage inférieur à 4% et une inflation de 1,9 à 2%. Tout se passe comme si la FED intervenait de manière préventive pour tenter (en vain) d'éviter le surgissement d'une crise dont il y a lieu de craindre qu'elle serait incontrôlable et de très grande ampleur.

Les mêmes critiques sont formulées quand, le 12 septembre, la BCE décide notamment de reprendre son programme d'achats d'obligations. Un tiers des membres du Conseil des gouverneurs se montrent hostiles à ces rachats ; Le patron de la Bundesbank et celui de la banque centrale néerlandaise critiquent

publiquement les mesures adoptées, le néerlandais jugeant ce programme « *disproportionné par rapport à la situation économique actuelle* » et inefficace.

Ce sont ces critiques que Patrick Artus, chef économiste de la banque Natixis, reprend à son compte. Dans une note publiée le 17 septembre, il met en évidence treize effets pervers de ces taux bas sur l'économie..

Il s'inquiète en particulier du fait que les taux d'intérêts plus bas que les taux de croissance engendrent des bulles immobilières. Il observe aussi que la faiblesse du coût du crédit maintient artificiellement en vie des « *entreprises zombies* », peu compétitives : autrement dit, freine l'élimination du capital obsolète.

Mais ce faisant, Patrick Artus révèle la faille majeure de tout le dispositif actuel : si les taux d'intérêt venaient à remonter (ce qui se passe ordinairement quand la situation économique n'est pas mauvaise), un grand nombre d'« *entreprises zombies* » s'effondreraient immédiatement, ce qui ouvrirait une crise majeure. En clair : la potion administrée au malade depuis 2008 ne peut plus lui être retirée, quelles qu'en soient les conséquences. Elle n'a servi qu'à reporter les échéances.

UNE DETTE MENAÇANTE

La phase de croissance, modeste, qui a suivi la crise ouverte en 2007-2008, n'a pas permis la réduction des dettes massives jusqu'alors accumulées. Bien au contraire, les taux d'intérêt très bas ont encouragé le gonflement des dettes tant publiques que privées.

En ce qui concerne les Etats dominants, leur dette publique n'a jamais été aussi élevée en temps de paix.

Ainsi, au deuxième trimestre 2019, la dette publique française dépassait 2 375 milliards d'euros, frôlant le niveau symbolique des 100 % du produit intérieur brut (PIB). Celle de l'Italie atteint 130% de son PIB.

Sauf quelques exceptions, comme l'Allemagne, cette tendance est générale. Il en résulte que l'ensemble des dettes publiques des 36 pays de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) est passé de 49,5 % à 72,6 % du PIB entre 2007 et 2019. Il faut remonter à la fin de la seconde guerre mondiale pour un tel niveau : alors, la dette des neuf grands pays de l'OCDE (Australie, Canada, France, Allemagne, Italie, Japon, Corée du sud, Royaume-Uni, États-Unis) culminait à 116 % du PIB. Elle tomba ensuite à moins de 24 % en 1965, puis repartit en 1974, avant de s'envoler après 2008.

Parallèlement, les dettes privées s'accroissent : en France, les dettes des entreprises atteignent 72,6% du PIB et 133% avec celles des particuliers. La masse de cette dette privée n'a fait que croître au fil du temps : elle équivalait à 76% du PIB il y a vingt ans, 100% il y a 10 ans et plus de 133% aujourd'hui. Ce mouvement n'est pas général : depuis 2009-2013, cette dette a relativement décliné en Espagne (de plus de 190% à 128%), en Italie (à 106%) et en Allemagne (à 92%).

Certes, les autorités financières s'inquiètent : mais elles sont quasi tétanisées, car refermer le robinet du crédit, même modérément, suffirait à précipiter l'économie dans la crise.

Des taux d'intérêts anesthésiants

La faiblesse actuelle des taux d'intérêt semble rendre indolore le poids de ces dettes.

Selon une banque allemande, les 7 principaux pays industriels empruntaient à un taux réel (une fois déduite l'inflation) de 4,05% en moyenne au XIX^e siècle, et de 1,48% au XX^e. Le niveau, depuis mi-2012, est proche de zéro, voire à taux négatifs pour certaines émissions d'obligations d'État.

Lorsque ces taux sont inférieurs au taux de croissance, c'est soutenable. Et la charge de la dette – les intérêts – diminue : cela a coûté 15,7 milliards d'euros pour la France en 2011, et 39 milliards en 2019. De ce point de vue, la limite arbitraire de 60% du PIB fixée dans zone euro pour la dette semble obsolète.

De fait, un pays comme le Japon vit depuis longtemps avec une dette supérieure à 100%, atteignant aujourd'hui 230% du PIB. Mais jusqu'à quand et à quel niveau cette dette peut-elle prospérer ?

Il suffit que « les marchés » s'inquiètent de la situation pour que les taux s'envolent, mettant les États, grands et petits, en difficulté. Mais ce sont les pays les plus faibles qui sont alors les premiers touchés.

Les pays dominés lourdement endettés

L'encours de la dette extérieure de ces pays a atteint 7 800 milliards de dollars (7 130 milliards d'euros) en 2018 selon l'édition 2020 des Statistiques de la Banque mondiale sur la dette internationale.

Cette dette extérieure des pays dominés (selon la terminologie officielle : « *pays à revenu faible et intermédiaire* ») a cru de 5,3 % l'an dernier. Les flux nets d'endettement (versements bruts moins remboursements du principal) provenant de créanciers étrangers ont atteint 529 milliards de dollars. 42% de ces pays étaient il y a 10 ans peu endettés (dette inférieure à 30% du PIB) ; ils ne sont plus que 25%. Inversement, plus nombreux sont les pays dont la dette est jugée « insoutenable » par la Banque mondiale.

Pour les 76 pays les plus pauvres de la planète, le niveau d'endettement extérieur a doublé depuis 2009, pour atteindre 288 milliards de dollars en 2018.

La raison en est connue : d'une part, le niveau très faible des taux a incité ces pays à s'endetter à moindre coût, et d'autre part cette abondance d'argent peu cher a poussé les investisseurs occidentaux, en quête de rendement, à se tourner vers des pays à risques. Or, pour rassurer ces investisseurs, nombre de ces pays ont émis depuis 2007 des obligations libellées en dollars, euros et autres monnaies « fortes ».

De ce fait, les économies de ces pays sont devenues encore plus dépendantes des politiques monétaires des pays riches et des variations de taux dans les pays impérialistes.

Pire : depuis la crise de 2008, la structure de la dette extérieure de ces pays s'est complètement transformée : la part de la dette à court terme était de 13% au début des années 2000. Elle passe à 30% en 2018. Ces dettes sont de manière croissante détenues par des créanciers privés : en Afrique subsaharienne, ils détenaient 17% de la dette en 2009, et 41% en 2018.

Par ailleurs, dans ces pays, la dette du secteur privé pesait l'équivalent de 79% du PIB en 2008, et elle s'envole à 139% en 2017. Une véritable bombe à retardement. L'actuelle crise en Argentine donne un avant-goût de ce qui se prépare.

Bulles spéculatives

Les taux quasi nuls ont une autre conséquence : la formation de bulles spéculatives.

C'est le cas dans l'immobilier, dont l'envol des prix touche quasi toutes les métropoles de la planète. À Paris, le m² dépasse en moyenne 10 000 euros, poussés par des taux de prêt immobilier tombés à 1,27%.

C'est le cas des sociétés de « la tech » qui entrent en Bourse avec des levées de fond énormes alors même qu'elles ne distribuent pas encore de dividendes, mais seulement des promesses : Ainsi Uber, qui a réalisé le plus gros coup en levant 8,1 milliards de \$ pour entrer en Bourse, toujours en perte et a depuis perdu un quart de sa valeur. Son concurrent, Lyft, introduit en mars, a perdu 33%. Au premier semestre 2019, les introductions de ce secteur atteignent 17,1 milliards dont cinq dépassent le milliard.

Or l'explosion d'une de ces bulles peut être le détonateur d'une crise financière et économique majeure.